

24. April 2023
Research-Update

SMC Research

Small and Mid Cap Research



Platz 1

Europe
Industrials
(2018)



Platz 2

German
Software & IT
(2018)



Platz 1

German
Software & IT
(2017)

Mehrfacher Gewinner
der renommierten
Refinitiv Analyst Awards

Mensch und Maschine Software SE

Hohe Erwartungen übertroffen

Urteil: Strong Buy (unverändert) | Kurs: 50,10 € | Kursziel: 63,60 € (zuvor: 61,70 €)

Analyst: Dipl.-Volksw. Dr. Adam Jakubowski
sc-consult GmbH, Alter Steinweg 46, 48143 Münster

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

Telefon: +49 (0) 251-13476-93

Telefax: +49 (0) 251-13476-92

E-Mail: kontakt@sc-consult.com

Internet: www.sc-consult.com

Jüngste Geschäftsentwicklung



Stammdaten

Sitz:	Weßling
Branche:	CAD/CAM-Software
Mitarbeiter:	1.042
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE0006580806
Ticker:	MUM:GR
Kurs:	50,10 Euro
Marktsegment:	Scale / m:access
Aktienanzahl:	17,2 Mio. Stück
Market-Cap:	859,2 Mio. Euro
Enterprise Value:	920,4 Mio. Euro
Free Float:	45,3%
Kurs Hoch/Tief (12M):	56,90 / 40,25 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	280,1 Tsd. Euro / Tag

Mensch und Maschine ist mit hoher Dynamik in das Jahr gestartet und hat neue Rekorde bei Umsatz und Ergebnis gemeldet. Der Umsatz erhöhte sich um 21 Prozent und übertraf mit 103,1 Mio. Euro zum ersten Mal auf Quartalsbasis die Grenze von 100 Mio. Euro. Das EBIT wie auch der Nettogewinn wurden um rund 18 Prozent auf 15,8 bzw. 9,7 Mio. Euro gesteigert. Während das Gewinnwachstum damit ausnahmsweise unterproportional ausgefallen ist (was sich im weiteren Jahresverlauf durch eine wieder veränderte Umsatzzusammensetzung umkehren dürfte), gab es beim operativen Cashflow einen außergewöhnlich starken Sprung um 111 Prozent auf 24,6 Mio. Euro. Damit verblieb nahezu ein Viertel der Quartalsumsätze als Cash-Überschuss in der Kasse. Auch wenn sich das Bild in den weiteren Quartalen wieder normalisieren wird, verdeutlicht die Cashflow-Entwicklung doch die hohe Ergebnisqualität des Geschäftsmodells. Nach dem ersten Quartal, das in Summe etwas besser als von uns erwartet ausgefallen ist, erscheint die Prognose für das Gesamtjahr gut erreichbar. Nach der Erfahrung der letzten Jahre, in denen MuM die eigenen Prognosen ungeachtet aller äußeren Krisen mit einer außergewöhnlich großen Zuverlässigkeit erfüllt hat, gilt das auch für das mittelfristige Ziel einer erneuten Gewinnverdopplung.

GJ-Ende: 31.12.	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Umsatz (Mio. Euro)	244,0	266,2	320,5	330,1	363,1	399,4
EBIT (Mio. Euro)	31,0	34,7	42,6	48,0	55,3	63,7
Jahresüberschuss	18,7	21,3	26,0	28,8	33,4	38,4
EpS	1,11	1,26	1,55	1,73	2,00	2,30
Dividende je Aktie	1,00	1,20	1,40	1,62	1,88	2,12
Umsatzwachstum	-0,8%	9,1%	20,4%	3,0%	10,0%	10,0%
Gewinnwachstum	12,3%	13,9%	22,1%	10,6%	16,0%	14,9%
KUV	3,42	3,14	2,61	2,53	2,30	2,09
KGV	44,6	39,2	32,1	29,0	25,0	21,8
KCF	24,8	22,4	21,4	18,2	16,7	15,4
EV / EBIT	28,8	25,8	21,0	18,6	16,2	14,0
Dividendenrendite	2,0%	2,4%	2,8%	3,2%	3,8%	4,2%

Umsatzwachstum oberhalb von 20 %

Mensch und Maschine hat im ersten Quartal 103,1 Mio. Euro umgesetzt und ist damit gegenüber dem Vorjahr um 21 Prozent gewachsen. Heruntergebrochen auf die beiden Segmente war die Dynamik im Systemhaus mit +22 Prozent auf 74,0 Mio. Euro stärker, doch auch im Softwaregeschäft wurde mit 18 Prozent (auf 29,1 Mio. Euro) ein kräftiges Wachstum verzeichnet. Auf Nachfrage berichtet das Unternehmen von einer besonders starken Dynamik im CAM-Geschäft sowie im Handel mit Autodesk-Lizenzen, wo sich noch einmal das Ende der Rabattierung für die Dreijahreslizenzen als ein starker Absatztreiber erwiesen hat.

Schwächere Rohmarge

Der starke Anstieg der Umsätze aus der Verlängerung von Autodesk-Lizenzen hat sich in einer von 31,9 auf 28,7 Prozent gesunkenen Rohmarge im Systemhaus niedergeschlagen. Da derselbe Vorzieheffekt mit Autodesk-Lizenzen auch bei der Tochter SOFiSTiK, deren Software auf Autodesk-Produkten basiert und daher auch entsprechende Lizenzen erfordert, zum Tragen kam, hat sich auch die Rohmarge des Software-Segments von 91,2 Prozent im Vorjahr auf 88,8 Prozent ermäßigt. Zusammen mit der Verschiebung der Umsatzanteile in Richtung Systemhaus resultierte daraus ein Rückgang der Konzernrohmarke um 3,3 Prozentpunkte auf 45,7 Prozent. Insgesamt konnten aber beide Segmente den Rohertrag deutlich steigern: das Systemhaus um 10 Prozent auf 21,3 Mio. Euro und die Software-Sparte um 15 Prozent auf 25,8 Mio. Euro, so dass der Konzernrohertrag um 13 Prozent auf 47,1 Mio. Euro gewachsen ist.

Personalaufwandsquote weiter gesunken

In Relation dazu fiel das Wachstum des Personalaufwands um etwa ein Viertel niedriger aus (+10 Prozent auf 25,4 Mio. Euro), worin sich vor allem die gestiegenen Gehälter widerspiegeln. Das Wachstum der Mitarbeiterzahl konnte MuM hingegen trotz des spürbar höheren Geschäftsvolumens auf unter 3 Prozent (auf 1.042 FTE) begrenzen. Ebenfalls deutlich schwächer als der Rohertrag, nämlich nur um etwas

mehr als 1 Prozent auf 2,4 Mio. Euro, haben die Abschreibungen zugelegt, während der Zuwachs der sonstigen betrieblichen Aufwendungen mit 18 Prozent auf 4,5 Mio. Euro über dem des Rohertrages lag. Allerdings haben sich die SBA seit dem zweiten Quartal 2022 nicht mehr nennenswert erhöht, gegenüber Q3 und Q4 2022 lagen sie sogar tiefer. Angesichts des hochinflationären Umfelds eine bemerkenswerte Entwicklung, die das Unternehmen auf Nachfrage mit einer verschärften Kostendisziplin vor allem in den Bereichen Marketing, Reisen und IT begründet.

Geschäftszahlen	Q1 2022	Q1 2023	Änderung
Umsatz	85,41	103,06	+20,7%
Systemhaus	60,73	73,96	+21,8%
Software	24,68	29,10	+17,9%
Rohertrag	41,85	47,09	+12,5%
Systemhaus	19,35	21,25	+9,8%
Software	22,51	25,84	+14,8%
Rohmarge	49,0%	45,7%	
EBIT	13,38	15,81	+18,1%
Systemhaus	5,73	6,62	+15,6%
Software	7,66	9,19	+20,0%
EBIT-Marge	15,7%	15,3%	
Systemhaus	9,4%	8,9%	
Software	31,0%	31,6%	
EBT	13,20	15,40	+16,7%
EBT-Marge	15,5%	14,9%	
Periodenüberschuss	8,21	9,66	+17,7%
Netto-Marge	9,6%	9,4%	
Free-Cashflow	10,85	23,33	+115,0%

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

EBIT-Marge geringfügig tiefer

Insgesamt blieb das Kostenwachstum aber einmal mehr deutlich hinter dem Anstieg des Rohertrages, so dass MuM auch für das erste Quartal wieder neue Gewinnrekorde vermelden konnte. Das EBIT erhöhte sich um 18 Prozent auf 15,8 Mio. Euro, wobei der Zuwachs im Systemhaus mit 16 Prozent diesmal etwas schwächer ausgefallen ist als im Software-Segment

(+20 Prozent). Durch die niedrigere Rohmarge hat sich auch die EBIT-Marge im Systemhaus und ebenfalls auf Konzernebene auf 8,9 Prozent bzw. auf 15,3 Prozent etwas reduziert, während im Softwaregeschäft mit 31,6 Prozent ein neuer Rekordwert markiert wurde.

Zinsaufwand auf niedrigem Niveau höher

Bei einem wegen der höheren Zinsen und der um den Jahreswechsel herum erhöhten Inanspruchnahme von Kreditlinien zur Vorfinanzierung des stark gewachsenen Geschäfts mit Autodesk-Lizenzen von unter -0,2 Mio. Euro auf -0,4 Mio. Euro verschlechterten Finanzergebnis hat sich der Vorsteuergewinn um 17 Prozent auf 15,4 Mio. Euro erhöht. Abzüglich der Ertragssteuern (4,7 Mio. Euro) und Minderheitsanteilen am Konzerngewinn resultiert daraus ein um 18 Prozent erhöhter Nettogewinn von 9,7 Mio. Euro.

Überragender Cashflow

Geradezu überragend ist der Cashflow des ersten Quartals ausgefallen. Getrieben durch das hohe Umsatzwachstum sowie durch den Abbau der hohen Forderungen, die durch das starke Jahresendgeschäft per Ende 2022 bestanden hatten, hat sich der operative Cashflow im Vorjahresvergleich auf 24,6 Mio. Euro mehr als verdoppelt. Damit entsprach der Cashflow fast einem Viertel der in Q1 erzielten Umsätze. Abzüglich der Auszahlungen für Investitionszwecke in Höhe von -1,3 Mio. Euro wurde somit in den ersten drei Monaten des Jahres ein Free-Cashflow von 23,3 Mio. Euro erwirtschaftet, 115 Prozent mehr als vor einem Jahr.

Hohe Nettotilgung

Rund ein Drittel davon wurde für Finanzierungszwecke verwendet, wovon die größte Position die Tilgung von Darlehen in Höhe 5,5 Mio. Euro darstellte. Aktienrückkäufe, für die MuM Anfang 2022 noch fast 8 Mio. Euro eingesetzt hatte, wurden im Berichtsquartal hingegen nicht getätigt. Insgesamt erhöhte sich die bilanzielle Liquidität in den ersten drei Monaten von

24,4 auf 40,1 Mio. Euro, womit ein Fünftel der Bilanzsumme von 196,4 Mio. Euro auf die liquiden Mittel entfällt.

Komfortable Bilanzwerte

Abzüglich der Finanzverbindlichkeiten verfügt MuM somit über eine Nettoliquidität von 21 Mio. Euro. Selbst unter Berücksichtigung der passivierten Leasing-Verpflichtungen übersteigen die flüssigen Mittel die Finanzschulden um 10,2 Mio. Euro. Auch wenn ein Teil der Liquidität für die Auszahlung der angekündigten Dividende von 1,40 Euro je Aktie vorgesehen ist (die genaue Ausschüttungssumme hängt davon ab, in welchem Umfang die Aktionäre die Möglichkeit der Aktiendividende nutzen werden), stellt dies einen sehr guten Wert dar. Dasselbe gilt für das Eigenkapital, das sich im ersten Quartal um 12 Prozent auf 96,0 Mio. Euro bzw. 48,9 Prozent der Bilanzsumme erhöht hat.

Prognosen bestätigt

Für das laufende Jahr strebt Mensch und Maschine unverändert ein EpS-Wachstum auf 164 bis 181 Cent je Aktie an und hält damit an der bereits Anfang 2022 formulierten Zweijahresprognose für 2022 und 2023 fest, die für diesen Zeitraum ein durchschnittliches Gewinnwachstum von 14 bis 20 Prozent vorsieht. Auf dieser Basis soll die Dividende von 1,40 Euro je Aktie in diesem Jahr auf 1,55 bis 1,65 Euro gesteigert werden. Ebenfalls bestätigt wurde der Ausblick auf 2024 (EpS +14 bis +20 Prozent und weitere Dividendenerhöhung um 15 bis 25 Cent) sowie die Zielsetzung einer Ergebnisverdopplung bis 2026/27 auf mehr als 3,00 Euro je Aktie.

Umsatzschätzung geringfügig höher

Da das erste Quartal leicht über unseren Erwartungen ausgefallen ist und MuM darüber hinaus im Rahmen des Earning Calls eingeräumt hat, dass der negative Folgeeffekt der letztjährigen Sonderkonjunktur im Autodesk-Geschäft aufgrund einer leicht modifizierten Preisstrategie des amerikanischen Partners etwas moderater ausfallen könnte, haben wir unsere Umsatz- und Rohertragsschätzung für dieses Jahr leicht

Mio. Euro	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030
Umsatzerlöse	330,1	363,1	399,4	439,4	483,3	531,6	584,8	643,3
Umsatzwachstum		10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
EBIT-Marge	14,5%	15,2%	15,9%	16,7%	17,4%	18,1%	18,7%	19,3%
EBIT	48,0	55,3	63,7	73,2	84,0	96,2	109,3	124,1
Steuersatz	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%
Adaptierte Steuerzahlungen	14,6	16,9	19,4	22,3	25,6	29,3	33,3	37,8
NOPAT	33,3	38,4	44,2	50,9	58,4	66,8	76,0	86,2
+ Abschreibungen & Amortisation	4,2	4,7	5,2	5,6	5,9	6,3	6,6	6,9
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto Cashflow	37,5	43,2	49,4	56,4	64,3	73,1	82,5	93,1
- Zunahme Net Working Capital	3,3	1,4	-0,7	-0,8	-0,9	-1,0	-1,2	-1,3
- Investitionen AV	-5,6	-5,9	-6,1	-6,4	-6,7	-7,0	-7,3	-7,6
Free Cashflow	35,2	38,7	42,6	49,3	56,7	65,1	74,1	84,1

angehoben. Gingen wir bisher von einem gleichbleibenden Umsatz in Höhe von 321 Mio. Euro aus, trauen wir MuM nun ein leichtes Wachstum um 3 Prozent auf 330 Mio. Euro zu. Bei einer im Jahresverlauf wieder erhöhten Rohertragsmarge (wegen der veränderten Umsatzzusammensetzung) korrespondiert dies mit der Schätzung eines Rohertragswachstums von 8,6 Prozent auf 174,9 Mio. Euro. Bei unveränderten Wachstumsannahmen für die Folgejahre hat sich entsprechend die gesamte Umsatzreihe leicht nach oben verschoben, der Zielumsatz für 2030 liegt nun bei 643 Mio. Euro (bisher: 625 Mio. Euro).

Stetiger Margenanstieg

Wie bisher, kalkulieren wir im Einklang mit den Unternehmensprognosen für die nächsten Jahre mit einem überproportionalen Ergebniswachstum, das sich durch die höheren Umsatzschätzungen nun ebenfalls auf einem geringfügig höheren Niveau bewegt. Für dieses Jahr schätzen wir das EBIT auf 48,0 Mio. Euro und den Nettogewinn auf 28,8 Mio. Euro (bisher: 47,3 resp. 28,4 Mio. Euro), die Ziel-EBIT-Marge für 2030 liegt unverändert bei 19,3 Prozent. Den aus unseren Annahmen insgesamt resultierenden modellhaften Geschäftsverlauf für die nächsten acht Jahre, den wir zur Ermittlung des fairen Wertes unterstellen, fasst die Tabelle oben zusammen, weitere Details sind

im Anhang zu finden. Anschließend kalkulieren wir zur Ermittlung des Terminal Value, wie bisher, mit einem zehnzehnten Sicherheitsabschlag auf die Ziel-EBIT-Marge und auf dieser Grundlage mit einem „ewigen“ Cashflow-Wachstum von 1,0 Prozent p.a.

WACC-Satz unverändert

Unverändert gelassen haben wir diesmal den Diskontierungszinssatz: auf Basis von Eigenkapitalkosten in Höhe von 9,5 Prozent (mit: sicherer Zins 2,5 Prozent, Risikoprämie 5,8 Prozent, Betafaktor 1,2) und einem Ziel-FK-Anteil von 40 Prozent, einem FK-Zins von 5,0 Prozent sowie einem Steuersatz für das Tax-Shield von 33 Prozent liegen die gewichteten Kapitalkosten (WACC) unseres Modells bei 7,0 Prozent.

Kursziel: 63,60 Euro je Aktie

Aus dem Modell resultiert ein fairer Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 1.060 Mio. Euro bzw. 63,56 Euro je Aktie, woraus wir das leicht erhöhte Kursziel von 63,60 Euro ableiten. Unverändert gelassen haben wir die Beurteilung des Prognoserisikos unserer Schätzungen und vergeben hierfür weiter zwei von sechs möglichen Punkten.

Fazit

Wie schon im Vorjahr und 2020, ist Mensch und Maschine auch dieses Jahr mit einem neuen Rekordquartal ins Jahr gestartet. Dank der hohen Dynamik in beiden Segmenten ist der Umsatz um 21 Prozent gewachsen und hat mit 103,1 Mio. Euro zum ersten Mal auf Quartalsbasis die Grenze von 100 Mio. Euro überschritten. Da das Wachstum im besonders starken Ausmaß von dem margenschwachen Geschäft mit der Verlängerung von Autodesk-Lizenzen angefacht wurde, was sich in einer um 3,3 Prozentpunkte niedrigeren Rohmarge niedergeschlagen hat, konnte der Gewinnanstieg nicht ganz mit den Erlösen mithalten. Mit einem Plus von rund 18 Prozent beim EBIT (auf 15,8 Mio. Euro) und Nettoergebnis (auf 9,7 Mio. Euro) wurde aber dennoch eine deutliche Ergebnisverbesserung erzielt. Besonders spektakulär fiel diesmal die Entwicklung des operativen Cashflows aus, der sich auf 24,6 Mio. Euro mehr als verdoppelt und damit auf fast ein Viertel der Quartalerlöse belaufen hat.

Die Prognose für dieses Jahr, den Gewinn je Aktie von 1,55 Euro auf 1,64 bis 1,81 Euro erhöhen zu wollen, erscheint damit sehr gut unterlegt, die für die Erreichung des unteren Randes der Zielspanne erforderliche Differenz von 9 Cent hat MuM bereits in den ersten drei Monaten erzielt. Wir haben unsere Schätzungen deswegen leicht angehoben und kalkulieren für 2023 mit einem Gewinn von 1,73 Euro, was unseres Erachtens immer noch konservativ ist.

Dadurch und durch die hieraus resultierende Aufwärtsverschiebung der Schätzwerte für die Folgejahre hat sich unser Kursziel auf 63,60 Euro erhöht (bisher: 61,70 Euro). Damit sehen wir für die Aktie derzeit ein hohes Kurspotenzial von rund 25 Prozent. In Verbindung mit dem positiven Gesamteindruck und der unseres Erachtens nur unterdurchschnittlichen Schätzunsicherheit rechtfertigt dies weiterhin das Urteil „Strong Buy“.

Anhang I: SWOT-Analyse

Stärken

- Seit Jahrzehnten etablierte starke Position in attraktiven Zielmärkten.
- Wachstumsstarkes, hochprofitables Softwaresegment mit einer weltweiten Marktpräsenz und einer technologischen Führungsposition.
- Hohe Kontinuität in der Führungsebene sowie eine sehr niedrige Mitarbeiterfluktuation.
- Stabile Aktionärsstruktur mit mehr als 50 Prozent der Aktien in Händen des Managements.
- Solide Bilanzstrukturen mit einer hohen Eigenkapitalquote und einer geringen Verschuldung.
- Über dem Branchendurchschnitt liegende Wachstumsdynamik mit zuletzt deutlich überproportional steigenden Gewinnen.
- Ausgeprägte Prognosetreue unterstreicht die Ankündigung weiterer Gewinnsteigerungen.

Chancen

- Im Systemhaus besteht noch beträchtliches Margensteigerungspotenzial, was bei einer Fortsetzung der bisherigen Trends in den kommenden Jahren eine deutlich überdurchschnittliche Gewinnentwicklung ermöglichen sollte.
- Die steigende Bedeutung von Digitalisierungsprojekten dürfte die Entwicklung im Systemhaus weiter beflügeln.
- Mit ihrer Expertise für BIM und den Brücken- und Tunnelbau adressiert die Tochter SOFiSTiK sehr vielversprechende Märkte.
- Mit der neuen Software eXs verfügt MuM über ein modernes Produkt für einen attraktiven Markt, in dem es kein vergleichbares Angebot gibt.
- Das absehbare Gewinnwachstum dürfte eine stetige und deutliche Erhöhung der Dividenden ermöglichen.

Schwächen

- Das Systemhaus-Geschäft wird maßgeblich von der Produkt- und Preispolitik von Autodesk fremdbestimmt.
- Die geographische Expansion im Systemhaus erfordert den kostspieligen Aufbau von weiteren Niederlassungen.
- Ausgeprägte Abhängigkeit von Deutschland und Europa.
- In beiden Segmenten steht MuM vor der Herausforderung, in einem schwierigen Arbeitsmarkt geeignete Mitarbeiter zu gewinnen und zu halten.
- Vertrieblich, technologisch und personell bestehen zwischen den Segmenten allenfalls nur geringe Synergien.

Risiken

- Eine weitere Eskalation der russischen Aggression oder eine tiefe Rezession in Europa könnten den positiven Trend verlangsamen oder unterbrechen.
- Die hohe Personalintensität des Systemhaus-Geschäfts bedeutet ein erhöhtes Auslastungsrisiko in konjunkturell schwächeren Phasen.
- Die angestrebte weitere Margensteigerung ist gerade im Software-Segment auf dem bereits erreichten Niveau kein Selbstläufer.
- Ein Zurückfallen von Autodesk im Wettbewerb könnte die Systemhaus-Sparte spürbar belasten.
- Die Rolle als Technologieführer erfordert im Software-Segment intensive Entwicklungsaktivitäten und birgt die Gefahr von technologischen Fehlschlägen.

Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
AKTIVA									
I. AV Summe	102,7	104,1	105,3	106,2	107,0	107,8	108,5	109,3	110,0
1. Immat. VG	67,8	67,3	66,8	66,3	65,8	65,4	64,9	64,5	64,0
2. Sachanlagen	33,8	35,7	37,3	38,7	40,1	41,3	42,5	43,6	44,8
II. UV Summe	84,7	83,9	87,1	91,8	98,8	107,4	119,4	135,4	153,5
PASSIVA									
I. Eigenkapital	85,8	92,3	100,6	110,0	121,4	134,2	148,7	164,9	183,1
II. Rückstellungen	13,4	13,8	14,3	14,7	15,2	15,7	16,1	16,6	17,1
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	24,4	22,4	20,5	18,5	16,6	13,6	11,5	11,5	11,5
2. Kurzfristiges FK	63,9	59,4	57,0	54,8	52,6	51,7	51,7	51,7	51,9
BILANZSUMME	187,4	188,0	192,4	198,0	205,9	215,2	228,0	244,6	263,5

GUV-Prognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzerlöse	320,5	330,1	363,1	399,4	439,4	483,3	531,6	584,8	643,3
Rohertrag	161,1	174,9	193,3	213,6	235,9	260,7	287,9	317,5	350,1
EBITDA	52,7	57,9	65,8	74,6	84,5	95,7	108,2	121,6	136,7
EBIT	42,6	48,0	55,3	63,7	73,2	84,0	96,2	109,3	124,1
EBT	41,5	46,8	54,6	63,2	72,9	83,9	96,3	109,6	124,5
JÜ (vor Ant. Dritter)	28,9	32,5	38,0	43,9	50,7	58,3	66,9	76,2	86,5
JÜ	26,0	28,8	33,4	38,4	44,0	50,3	57,4	64,9	73,2
EPS	1,55	1,73	2,00	2,30	2,64	3,02	3,44	3,89	4,39

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
CF operativ	39,1	45,8	49,9	54,2	61,2	69,1	77,9	87,3	97,8
CF aus Investition	-6,1	-5,6	-5,9	-6,1	-6,4	-6,7	-7,0	-7,3	-7,6
CF Finanzierung	-28,4	-37,8	-41,5	-46,3	-50,9	-57,2	-62,4	-67,9	-76,1
Liquidität Jahresanfa.	20,0	24,4	26,7	29,2	31,0	34,9	40,1	48,6	60,7
Liquidität Jahresende	24,4	26,7	29,2	31,0	34,9	40,1	48,6	60,7	74,8

Kennzahlen

Prozent	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzwachstum	20,4%	3,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Rohertragswachstum	16,4%	8,6%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,3%	10,3%
Rohertragsmarge	50,3%	53,0%	53,2%	53,5%	53,7%	53,9%	54,2%	54,3%	54,4%
EBITDA-Marge	16,4%	17,6%	18,1%	18,7%	19,2%	19,8%	20,3%	20,8%	21,3%
EBIT-Marge	13,3%	14,5%	15,2%	15,9%	16,7%	17,4%	18,1%	18,7%	19,3%
EBT-Marge	13,0%	14,2%	15,0%	15,8%	16,6%	17,4%	18,1%	18,7%	19,4%
Netto-Marge (n.A.D.)	8,1%	8,7%	9,2%	9,6%	10,0%	10,4%	10,8%	11,1%	11,4%

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
6,0%	92,37	84,21	77,68	72,33	67,87
6,5%	81,43	75,13	69,97	65,67	62,03
7,0%	72,68	67,71	63,56	60,05	57,04
7,5%	65,53	61,53	58,14	55,24	52,72
8,0%	59,57	56,31	53,51	51,08	48,95

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

sc-consult GmbH
Alter Steinweg 46
48143 Münster
Internet: www.sc-consult.com

Telefon: +49 (0) 251-13476-94
Telefax: +49 (0) 251-13476-92
E-Mail: kontakt@sc-consult.com

Verantwortlicher Analyst

Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan (www.lp-software.de) erstellt.

Disclaimer

Rechtliche Angaben (§85 WpHG, MAR und Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014)

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der Finanzanalyse ist die sc-consult GmbH mit Sitz in Münster, die derzeit von den beiden Geschäftsführern Dr. Adam Jakubowski und Dipl.-Kfm. Holger Steffen vertreten wird. Die sc-consult GmbH untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt und Graurheindorfer Strasse 108, D-53117 Bonn.

1) Interessenkonflikte

Im Rahmen der Erstellung der Finanzanalyse können Interessenkonflikte auftreten, die im Folgenden detailliert aufgeführt sind:

- 1) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag des Unternehmens entgeltlich erstellt
- 2) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag von Dritten entgeltlich erstellt
- 3) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung dem Auftraggeber bzw. dem Unternehmen vorgelegt
- 4) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung aufgrund einer Anregung des Auftraggebers bzw. des Unternehmens inhaltlich geändert (wobei die sc-consult GmbH zu einer solchen Änderung nur aufgrund sachlich berechtigter Einwände bereit ist, die die Qualität der Studie betreffen)

- 5) Die sc-consult GmbH unterhält mit dem Unternehmen, das Gegenstand der Finanzanalyse ist, über das Research hinausgehende Auftragsbeziehungen (z.B. Investor-Relations-Dienstleistungen)
- 6) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person halten zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Aktien von dem Unternehmen oder derivative Instrument auf die Aktie
- 7) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettoverkaufsposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde.
- 8) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettokaufposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde
- 9) Der Emittent hält zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Anteile von über 5 % an der sc-consult GmbH
- 10) Die sc-consult GmbH hat die Aktie in ein von ihr betreutes Musterdepot aufgenommen

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten: 1), 3),

Die sc-consult GmbH hat im Rahmen der Compliance-Bestimmungen Strukturen und Prozesse etabliert, die die Identifizierung und die Offenlegung möglicher Interessenkonflikte sicherstellen. Der verantwortliche Compliance-Beauftragte für die Einhaltung der Bestimmung ist derzeit der Geschäftsführer Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Email: holger.steffen@sc-consult.com)

II) Erstellung und Aktualisierung

Die vorliegende Finanzanalyse wurde erstellt von: Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 24.04.2023 um 8:50 Uhr fertiggestellt und am 24.04.2023 um 9:15 Uhr veröffentlicht.

Die sc-consult GmbH verwendet bei der Erstellung ihrer Finanzanalysen ein fünfgliedriges Urteilsschema hinsichtlich der Kurserwartung in den nächsten zwölf Monaten. Außerdem wird das jeweilige Prognoserisiko in einer Range von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) quantifiziert. Die Urteile lauten dabei:

Strong Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als unterdurchschnittlich (1 bis 2 Punkte) ein.
Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als durchschnittlich (3 bis 4 Punkte) ein.
Speculative Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als überdurchschnittlich (5 bis 6 Punkte) ein.
Hold	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments stabil bleibt (zwischen -10 und +10 Prozent). Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert. Außerdem ist eine Einstufung als "Hold" vorgesehen, wenn wir ein Kurspotenzial von mehr als 10 Prozent sehen, aber explizit genannte temporäre Faktoren gegen eine kurzfristige Realisierung des Kurspotenzials sprechen.
Sell	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent nachgibt. Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.

Die erwartete Kursänderung bezieht sich auf den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des letzten Handelstages vor der Veröffentlichung. Falls das Wertpapier nicht auf Xetra gehandelt wird, wird der Schlusskurs eines anderen öffentlichen Handelsplatzes herangezogen und dies gesondert vermerkt.

Die im Rahmen der Urteilsfindung veröffentlichten Kursziele für die analysierten Unternehmen werden mit gängigen finanzmathematischen Verfahren berechnet, in erster Linie mit der Methodik der Free-Cashflow-Diskontierung (DCF-Methode), dem Sum-of-Parts-Verfahren sowie der Peer-Group-Analyse. Die Bewertungsverfahren werden von den volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen, insbesondere von der Entwicklung der Marktzinsen, beeinflusst.

Das aus dieser Methodik resultierende Urteil spiegelt die aktuellen Erwartungen wider und kann sich in Abhängigkeit von unternehmensindividuellen oder volkswirtschaftlichen Änderungen jederzeit ändern.

Ausführlicheren Erläuterungen der von SMC-Research verwendeten Modelle finden sich unter:

<http://www.smc-research.com/impressum/modellerlaeuterungen>

Eine Übersicht der Empfehlungen, die von SMC-Research in den letzten 12 Monaten erstellt und verbreitet wurden, findet sich unter: <http://www.smc-research.com/publikationsuebersicht>

In den letzten 24 Monaten hat die sc-consult folgende Finanzanalysen zu dem in dieser Studie analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
17.03.2023	Strong Buy	61,70 Euro	1), 3)
13.02.2023	Strong Buy	62,30 Euro	1), 3)
26.10.2022	Strong Buy	66,50 Euro	1), 3), 4)
27.07.2022	Strong Buy	65,00 Euro	1), 3), 4)
22.04.2022	Strong Buy	71,00 Euro	1), 3)
23.03.2022	Strong Buy	71,00 Euro	1), 3), 4)
11.02.2022	Strong Buy	73,40 Euro	1), 3)
25.10.2021	Strong Buy	70,00 Euro	1), 3), 4)
05.08.2021	Strong Buy	68,00 Euro	1), 3), 4)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Eine Studie und zwei Updates

Die Veröffentlichungstermine der Finanzanalysen stehen zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht verbindlich fest.

Haftungsausschluss

Herausgeber der Studie ist die sc-consult GmbH. Die Herausgeberin übernimmt keinerlei Gewähr für die Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten in der Analyse. Die vorliegende Studie wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Die Analyse dient ferner ausschließlich der unabhängigen und eigenverantwortlichen Information des Lesers und stellt keineswegs eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der besprochenen Wertpapiere dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Herausgeberin für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Herausgeberin jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Es wird keine Haftung für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art übernommen, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.

Copyright

Das Urheberrecht für alle Beiträge und Statistiken liegt bei der sc-consult GmbH, Münster. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck, Aufnahme in Online-Dienste, Internet und Vervielfältigungen auf Datenträgern nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung.